

收入再分配下的中国旅游业展望

旅游 领先大市-A

上次评级

领先大市-A

报告日期

2011-12-29

报告关键点:

- 收入再分配方案再报国务院,有望2012年出台
- 未来十年,中国旅游消费增速有望大幅高于居民消费总支出增速
- 巨大行业空间预示着具备外延式扩张的企业市值存在极大上升空间

报告摘要:

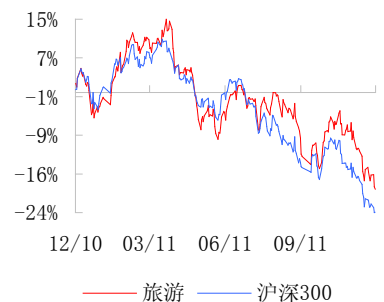
- 收入分配方案再报国务院,有望2012年出台。**在刚刚闭幕的2011年中央经济工作会议上,收入分配改革再度得到空前关注,中央一再强调相关部门要加速研究制定收入分配改革方案的相关工作,努力扭转收入差距扩大的趋势。近日,有媒体报道,发改委制定的收入分配改革具体方案最新一稿已上报国务院,此次方案通过的概率较高,具体方案有可能会在2012年早些时候出台。
- 方案意在提高居民部门在国民经济收入分配中的比重,扩大中等收入意图凸显。**过去十几年,中国经济高速增长主要依靠投资和出口拉动,其结果就是居民部门收入占国民经济收入分配中的比重降低,贫富差距不断拉大。从人口比例看,中国的收入分布情况呈现金字塔型,而且是一个底座非常庞大的金字塔,低收入人群占人口的绝大多数。对于低收入阶层来说,虽然其消费倾向很高,储蓄率很低,但每年增长GDP只有40%左右归该阶层所有,剩下60%的新增GDP被高收入群体获得,而这个群体的消费倾向很低、投资倾向很高。平均下来,中国整体消费倾向长期维持低位。目前,中国经济原有的发展模式难以为继,经济转型迫在眉睫。理顺收入再分配机制、扩大中等收入阶层比重、建设“橄榄型社会”成为经济转型和社会稳定的重要前提。
- 收入再分配带来消费升级,旅游消费增长有望在未来十年中显著高于居民消费总支出增长。**劳动力供求关系变化引致的收入再分配意味着劳动者报酬占GDP比重有望出现显著回升,其直接影响就是居民消费和服务需求的扩张。参考与当前中国经济发展状况有一定可比性的日本在1963年到1973年间的经验,在日本从中等收入向高收入过渡过程中,居民消费支出中游戏、娱乐公园、酒店住宿等与旅游消费相关的子行业年均复合增长显著高于同期居民消费总支出增长,居民部门旅游消费升级特征显著。日本旅游业成长历程向我们展示了中国旅游业巨大的成长潜力
- 巨大行业空间预示着具备外延式扩张的企业市值存在极大上升空间。**中国旅游业发展空间广阔,但从现有上市公司的情况来看,无论是盈利还是市值规模都非常小,其根本原因在于景区开发需要依托所在地的自然和人文资源,传统景区类上市公司定位为单一景区运营,市值存在上升瓶颈。而那些具备外延式扩张的公司(如三特索道、中青旅、西藏旅游等)目前尚处投入期。我们认为,具有资源获得能力和外延式扩张经验的公司未来盈利和市值都存在非常大的上升空间。
- 看好明年一季度旅游板块市场表现。**我们强烈看好明年一季度旅游板块市场表现。标的上,首选估值弹性较大的景区类公司,推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游;推荐具有提价预期的峨眉山、st张家界、丽江旅游;推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、st长信。其次,位于产业链优势地位的子行业龙头同样值得关注,推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅。
- 风险提示:**经济大幅减速

首选股票

目标价 评级

600138	中青旅	18.5	买入-A
600749	西藏旅游	17.0	买入-B
000888	峨眉山 A	23.0	买入-A
002033	丽江旅游	25.0	买入-A
000978	桂林旅游	12.0	买入-B
600754	锦江股份	25.0	买入-A
601888	中国国旅	35.0	买入-A
002306	湘鄂情	22.0	买入-A
600138	中青旅	18.5	买入-A

12个月行业表现


赵志成

 021-68765859
 执业证书编号

首席行业分析师

 zhaozc@essence.com.cn
 S1450511020029

报告联系人

董云翔

 021-68762890
 dongyx2@essence.com.cn

前期研究成果

旅游: 关注旅游股底部投资机会	2011-12-28
旅游: 2012 年度策略: 持续超预期	2011-12-14
旅游: 布局 2012 年	2011-11-28

1. 核心观点

收入分配方案再报国务院，有望 2012 年出台。在刚刚闭幕的 2011 年中央经济工作会议上，收入分配改革再度得到空前关注，中央一再强调相关部门要加速研究制定收入分配改革方案的相关工作，努力扭转收入差距扩大的趋势，改变不合理的收入分配结构。近日，有媒体报道，发改委制定的收入分配改革具体方案最新一稿已上报国务院，此次方案通过的概率较高，具体方案有可能会在 2012 年早些时候出台。

(见 <http://finance.eastmoney.com/news/1344,20111225184295961.html>)

方案意在提高居民部门在国民经济收入分配中的比重，扩大中等收入意图凸显。过去十几年，中国经济高速增长主要依靠投资和出口拉动，其结果就是居民部门收入占国民经济收入分配中的比重降低，贫富差距不断拉大。从人口比例看，中国的收入分布情况呈现金字塔型，而且是一个底座非常庞大的金字塔，低收入人群占人口的绝大多数。对于低收入阶层来说，虽然其消费倾向很高，储蓄率很低，但每年增长 GDP 只有 40% 左右归该阶层所有，剩下 60% 的新增 GDP 被高收入群体获得，而这个群体的消费倾向很低、投资倾向很高。平均下来，中国整体消费倾向长期维持低位。目前，中国经济原有的发展模式难以为继，经济转型迫在眉睫。理顺收入再分配机制、扩大中等收入阶层比重、建设“橄榄型社会”成为经济转型和社会稳定的重要前提。

刘易斯拐点叠加人口红利拐点，劳动力供求关系趋势性变化正在成为推动中国收入再分配的核心动力。收入分配与普通商品价格一样，其变化趋势严格遵从供求关系。当劳动力供应充裕时，劳动者在收入分配中议价能力弱，薪酬水平难以提高；而当劳动力供应由充裕变为短缺时，劳动者在薪酬谈判中的话语权增强，其直接影响就是收入在国民经济各部门之间重新分配。这个过程中，政策所扮演的是一个引导的角色，其在一定程度上引导了收入在居民、政府、企业部门间的分配。对于中国经济而言，过去几年间，中国社会经济层面最显著的变化就是农村可转移劳动力不足导致低端劳动力供应由过剩走向结构性短缺。中国经济走过刘易斯拐点，普通劳动者在收入分配中的话语权增强，其薪酬水平出现快速上升。另一个不容忽视的事实是，2012 年以后中国青壮年劳动力供应将进入负增长，即中国人口红利窗口关闭。刘易斯拐点叠加人口红利拐点，劳动力供求关系趋势性变化将成为推动中国经济收入再分配的核心动力。

收入再分配带来消费升级，旅游消费增长有望在未来十年中显著高于居民消费总支出增长。劳动力供求关系变化引致的收入再分配意味着劳动者报酬占 GDP 比重有望出现显著回升，其直接影响就是居民消费和服务需求的扩张。参考与当前中国经济发展状况有一定可比性的日本在 1963 年到 1973 年间的经验，在日本从中等收入向高收入过渡过程中，居民消费支出中游戏、娱乐公园、酒店住宿等与旅游消费相关的子行业年均复合增长显著高于同期居民消费总支出增长，居民部门旅游消费升级特征显著。日本旅游业成长历程向我们展示了中国旅游业巨大的成长潜力

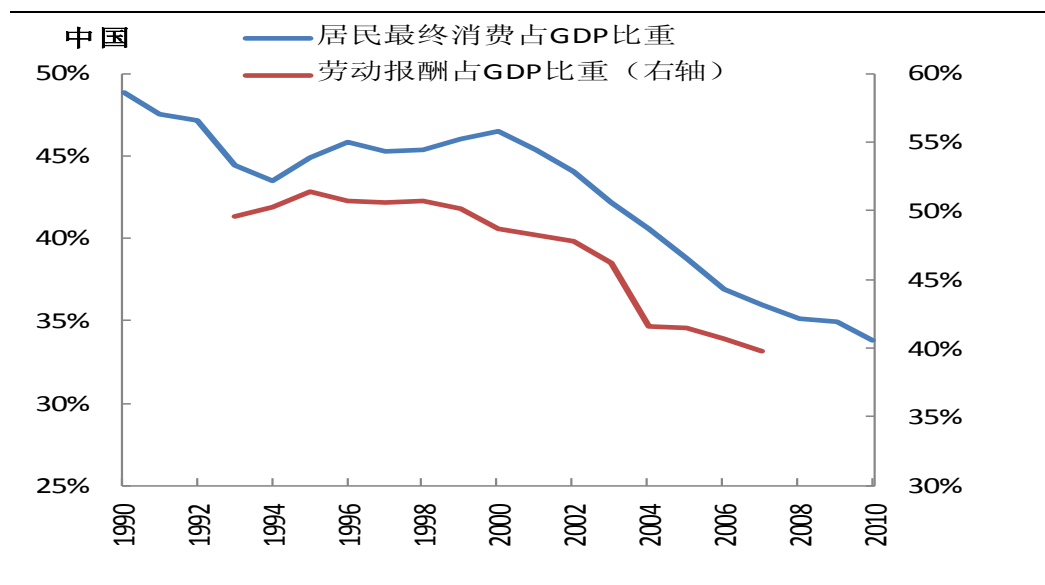
巨大的行业空间预示着具备外延式扩张的企业存在极大发展空间。中国旅游业发展空间巨大，但从上市公司的情况来看，无论是盈利还是市值规模都非常小，其根本原因在于景区开发需要依托所在地的自然和人文资源，传统景区类上市公司定位为单一景区运营，市值存在上升瓶颈。而那些具备外延式扩张的公司（如三特索道、中青旅、西藏旅游等）目前尚处投入期。我们认为，具有资源获得能力和外延式扩张经验的公司未来盈利和市值都存在非常大的上升空间。

看好明年一季度旅游板块市场表现。我们强烈看好明年旅游板块明年上半年市场表现，并认为一季度是旅游板块估值反弹的重要时间节点。标的上，首选估值弹性较大的景区类公司，推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游；推荐具有提价预期的峨眉山、st 张家界、丽江旅游；推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、st 长信。其次，位于产业链优势地位的子行业龙头同样值得关注，推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅。

2. 收入再分配是经济转型的重要前提

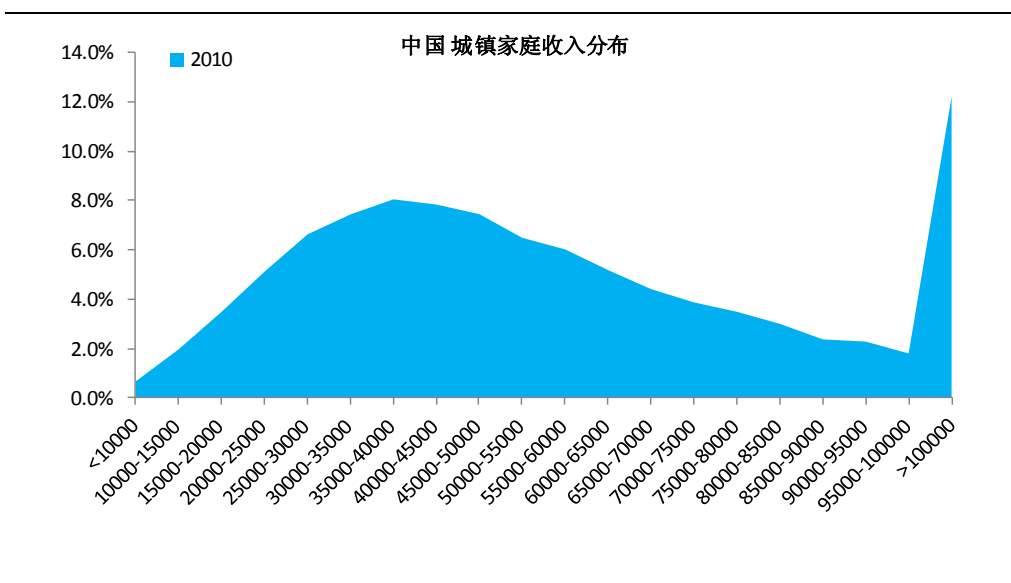
收入再分配是经济转型的重要前提。过去十几年，中国经济高速增长主要依靠投资和出口拉动，其结果就是居民部门收入在国民经济收入分配中占比下降，且贫富差距不断拉大。从人口比例看，中国的收入分布情况呈现金字塔型，而且是一个底座非常庞大的金字塔，低收入人群占人口的绝大多数。据中国社科院经济研究所赵人伟/李实/罗楚亮发表的论文，中国高收入阶层占比 15% 左右，中等收入阶层占比 10% 左右，而低收入阶层占比超过 70%。对于低收入阶层来说，虽然其消费倾向很高，储蓄率很低，但每年增长 GDP 只有 40% 左右归该阶层所有，剩下 60% 的新增 GDP 被高收入群体获得，而这个群体的消费倾向很低、投资倾向很高。平均下来，中国整体消费倾向长期维持低位。目前，中国经济原有的发展模式难以为继，经济转型迫在眉睫。理顺收入再分配机制、扩大中等收入阶层比重、建设“橄榄型社会”成为经济转型和社会稳定的重要前提。

图 1 中国劳动者报酬和居民消费占 GDP 比重



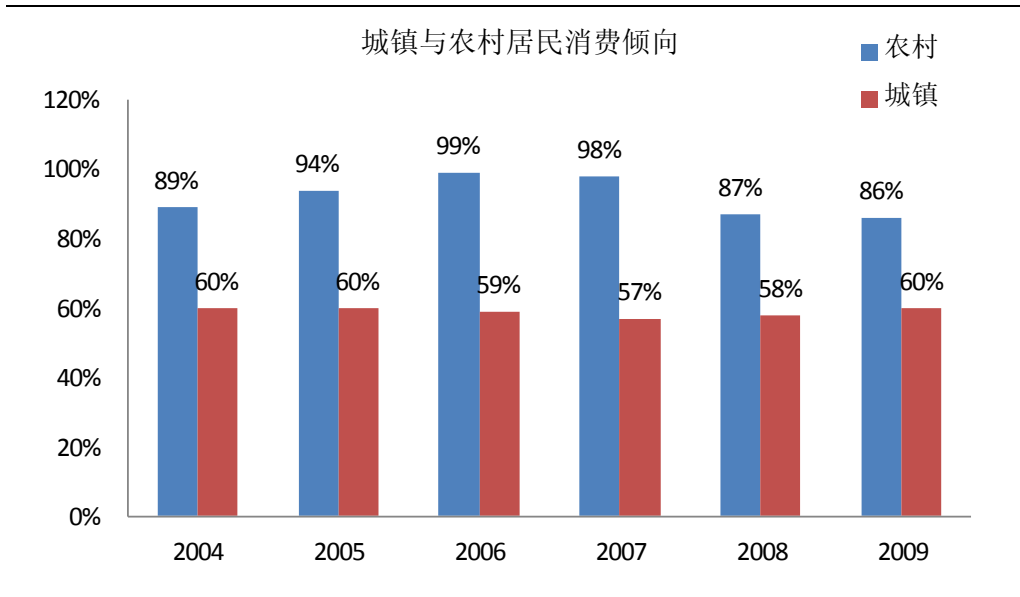
数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 2 中国城镇家庭收入分布表明即便在相对富裕的城镇居民中收入分配依然不均



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 3 农村居民消费倾向显著高于城镇居民



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

3. 劳动力供求关系变化是收入再分配的核心驱动力

劳动力供求关系变化是一个国家收入再分配背后的核心推动力。收入分配与普通商品价格一样，其变化趋势严格遵从供求关系。当劳动力供应充裕时，劳动者在收入分配中议价能力弱，薪酬水平难以提高；而当劳动力供应由充裕变为短缺时，劳动者在薪酬谈判中的话语权增强，其直接影响就是收入在国民经济各部门之间重新分配。这个过程中，政策所扮演的是一个引导的角色，其在一定程度上引导了收入在居民、政府、企业部门间的分配。

具体到中国而言，过去几年间，中国社会经济层面最显著的变化就是农村可转移劳动力不足导致低端劳动力供应由过剩走向结构性短缺。中国经济走过刘易斯拐点，普通劳动者在收入分配中的话语权增强，其薪酬水平出现快速上升。我们认为这一趋势具有不可逆性。根据《中国人口与劳动问题报告》，2005 年中国农村可转移劳动力仅剩 4357 万。考虑到这六年间中国经济增长，特别是重化工产业链的规模扩张，农村可转移劳动力应该所剩无几，劳动力短缺的现象将是未来中国必须面对挑战。另一个不容忽视的事实是，2012 年以后中国青壮年劳动力供应将进入负增长，即中国人口红利窗口关闭。刘易斯拐点叠加人口红利拐点，劳动力供求关系的根本性变化意味着收入在国民经济各部门之间的重新分配将是中国经济未来多年的主题。

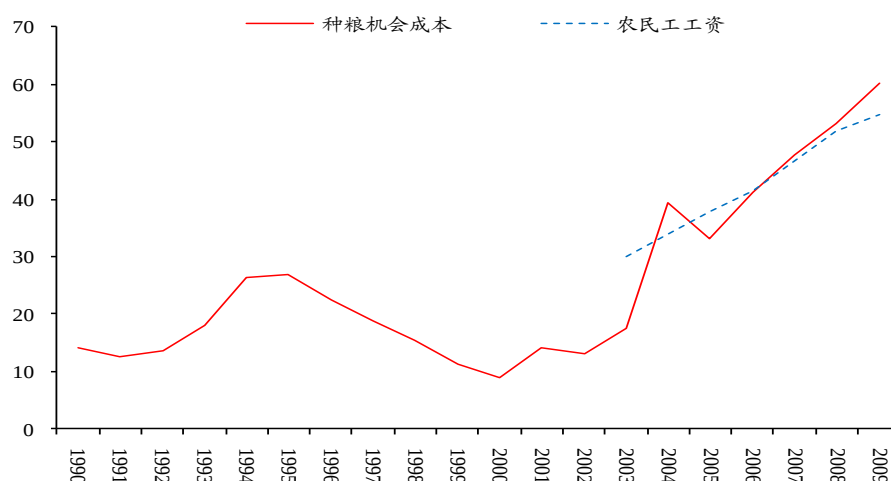
3.1. 中国经济走过刘易斯拐点

过去几年间，中国社会经济层面最显著的变化就是农村可转移劳动力不足导致低端劳动力供应由过剩走向结构性短缺。中国经济走过刘易斯拐点，普通劳动者在收入分配中的话语权增强，其薪酬水平出现快速上升。谈到刘易斯拐点，我们这里简单介绍一下其产生的背景：过去十年间，中国经济增长核心驱动力是重化工业的蓬勃发展，其催生了对年青劳动力的庞大需求。随着农村大量富余劳动力向城市部门和工业部门转移，中国经济出现快速增长。这个过程中，由于劳动力供应相对劳动力需求而言可以说是无限量的，低端劳动力在收入分配中的议价能力极弱，该阶层劳动报酬始终处在一个极低的水平，这一过程大概持续了十多年（见图 4）。随着农村可转移劳动力不断减少（见表 1），低端劳动力供应开始从之前的严重过剩走向结构性短缺，供求关系的

天平迅速向供方倾斜，低端劳动力在收入分配中的谈判能力显著增强，薪酬水平出现快速上升。这一过程的拐点在学术上称为刘易斯拐点。

安信证券宏观组研究表明，刘易斯拐点在中国发生的时点大约在 2007 年左右，随后低端劳动力收入水平出现快速上升，年均复合增长达到 20% 左右。图 3 是安信宏观组依据农民种粮机会成本模拟的农民工工资水平变化，从中我们可以看出：1990~2004 年间，在剔除通货膨胀因素以后，农民在农业生产中边际产出几乎是水平的，但进入 2004、2005 年之后，这一水平线转化成一个斜率向上的陡峭曲线。

图 4 以单位种粮成本模拟的农民工工资水平变动



数据来源：全国农产品成本收益资料汇编，安信证券研究中心

表 1 中国农村可转移劳动力测算（2005）

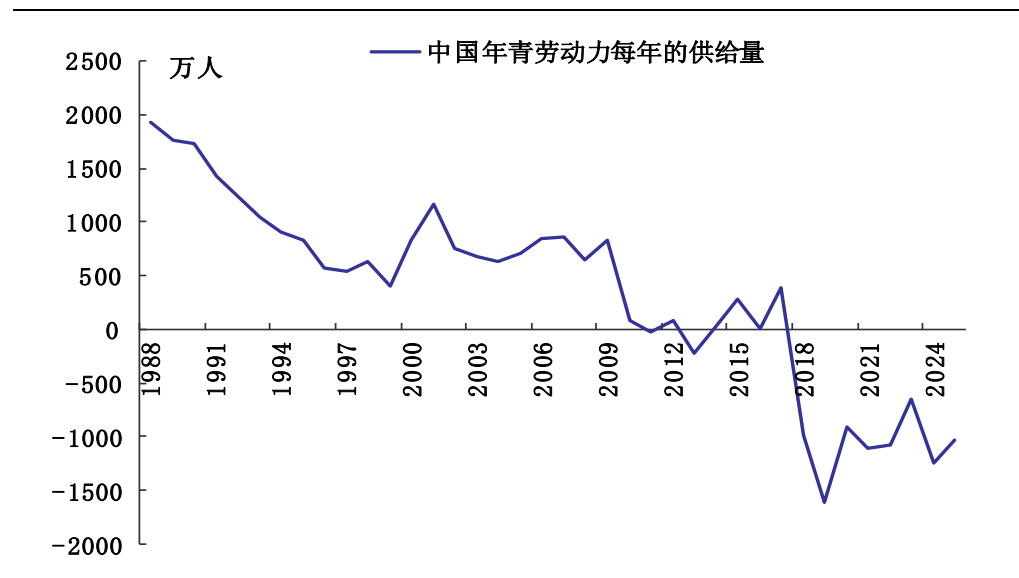
年龄和教育分组	劳动力资源（万人）	外出概率	可转移数量（万人）
16~20岁	1716		497
小学及以下	444	19%	84
初中	1203	31%	378
高中及以上	69	51%	35
21~30岁	5008		1119
小学及以下	1539	14%	218
初中	3224	25%	800
高中及以上	246	41%	101
31~40岁	8896		1344
小学及以下	3946	11%	431
初中	4669	18%	829
高中及以上	282	30%	84
41~50岁	7648		829
小学及以下	3986	8%	310
初中	3052	12%	376
高中及以上	610	24%	143
50岁以上	9370		569
小学及以下	7630	5%	404
初中	1551	8%	130
高中及以上	188	18%	34
合计			4357

数据来源：《中国人口与劳动力问题报告》，安信证券研究中心

3.2. 刘易斯拐点叠加人口红利拐点，普通劳动者薪酬增长存在加速可能性

除刘易斯拐点之外，另一个不容忽视的事实是，2012年以后中国青壮年劳动力供应将进入负增长，即中国人口红利窗口关闭。刘易斯拐点叠加人口红利拐点，在现有经济增长方式和经济增长速度的前提下，青壮年劳动力供不应求意味着普通劳动者薪酬增幅存在加速的可能性。收入在国民经济各部门之间的重新分配将是中国经济未来多年的主题。

图5 中国年青劳动力年度供给量



数据来源：CEIC，教育年鉴，安信证券研究中心

注：青年劳动力每年新增供给量=19岁人数-大学招生人数+大学毕业人数-56岁人数

4. 收入再分配下的中国旅游业展望

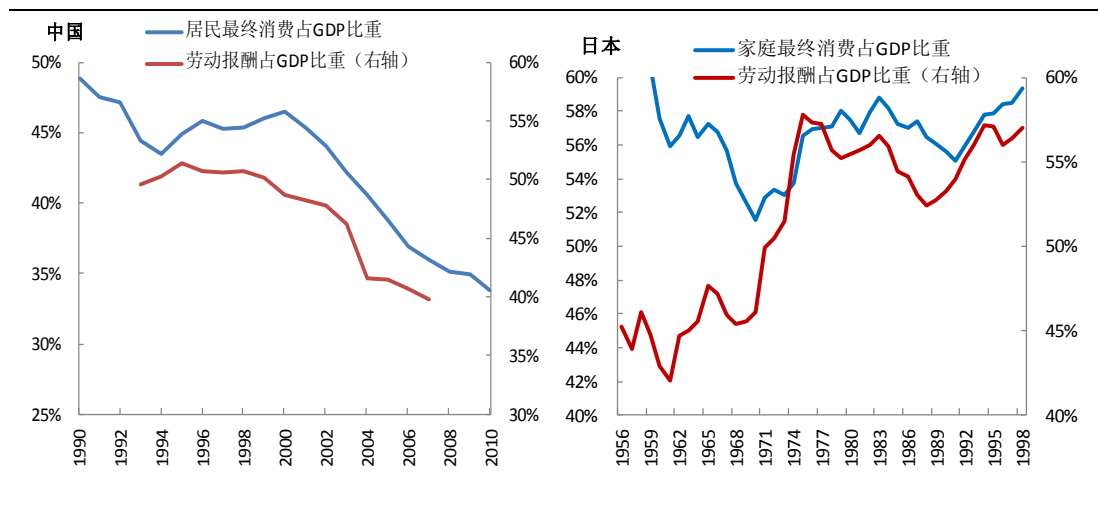
过去十几年，中国经济高速增长主要依靠投资和出口拉动，其结果就是居民消费增长落后于GDP增长，居民消费占GDP比重不断下滑。刘易斯拐点和人口红利拐点的到来意味着劳动力供求关系出现根本性变化，劳动者在薪酬谈判中话语权增强，劳动者报酬占GDP比重有望出现显著回升，其直接影响就是居民消费和服务需求的扩张。

参考与当前中国经济发展状况有一定可比性的日本在1963年到1973年间的经验，在日本从中等收入向高收入过渡过程中，居民消费支出中游戏、娱乐公园、酒店住宿等与旅游消费相关的子行业年均复合增长显著高于同期居民消费总支出增长，居民部门旅游消费升级特征显著。我们认为，中国未来十年虽然不会是日本1963-1973年的简单重复，但两国在居民消费升级的趋势和方向上是相同的，日本旅游业成长历程向我们展示了中国旅游业巨大的成长潜力。

4.1. 收入分配向居民部门倾斜有助于促进消费和产业升级

过去十几年，中国经济高速增长主要依靠投资和出口拉动，其结果就是居民消费占GDP比重不断下滑。从收入分配来看，居民部门整体收入水平低，职工薪酬在GDP中占比不断下滑；政府和企业部门在收入分配中的占比则逐步扩大。刘易斯拐点的到来意味着劳动力供求关系向供方倾斜，劳动者在薪酬判断中的话语权增强，劳动者报酬占GDP比重有望出现显著回升。劳动者报酬提升最直接影响就是消费和服务需求的扩张，这有利于一国实现消费升级。

图 6 居民收入占 GDP 比重与居民消费占 GDP 比重密切相关



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4.2. 从日本经验看居民部门消费升级对旅游业的影响

“刘易斯拐点过后，劳动者收入增长带来居民部门消费升级”这一现象在同属二元结构社会的日本、韩国、台湾都曾发生，并对相关行业发展产生过极其深刻的影响。我们这里选取日本的案例，通过分析同属享乐型可选消费的旅游、休闲、娱乐在日本 1963-1973 年间的增长，为判断中国旅游业进入大众消费阶段之后，其成长速度和空间提供可资参考的经验。

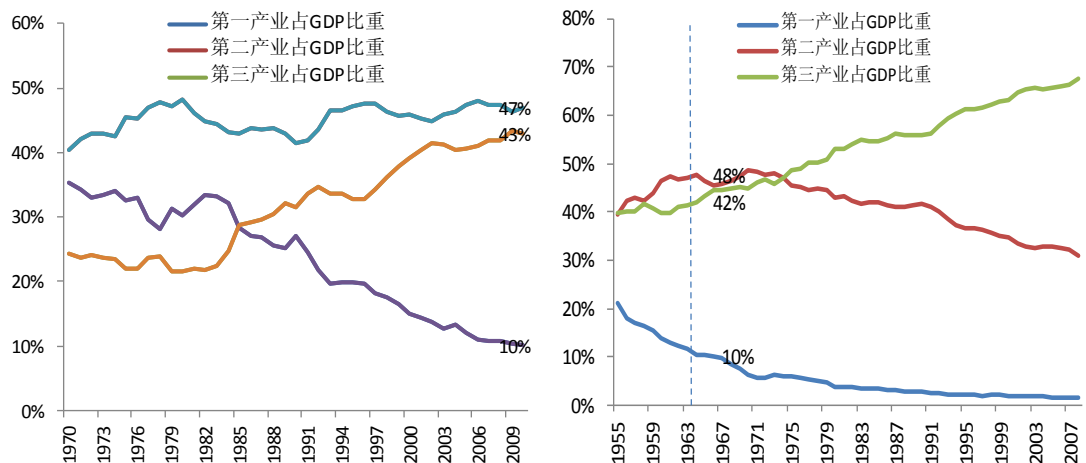
目前公认的观点是日本在上世纪 60 年代初走过了刘易斯拐点，制造业部门出现劳动力短缺。同一时间，新任首相池田勇人提出十年“国民收入倍增计划”。在该计划下，池田内阁引入了最低工资制、扩大社会保障、完善养老保险金制度、并大幅减税，计划实施的结果是日本国民生产总值和国民收入实际年平均增长率达到 11.6% 和 11.5%，日本经济实现腾飞，并成功启动居民消费。

诚然，中国当前的经济发展阶段与日本当年存在较大差异，但中国政府在完善社会保障、减少居民和企业部门赋税上的努力有助于释放居民消费需求。我们认为，中国未来十年虽然不会是日本 1963-1973 年的简单重复，但两国在产业结构调整以及居民消费升级的方向上是相同的，日本经验在研究中国居民部门消费升级问题上具有一定的参考价值。

4.2.1. 中国当前的产业结构和经济发展阶段与日本 60 年代初具有一定可比性

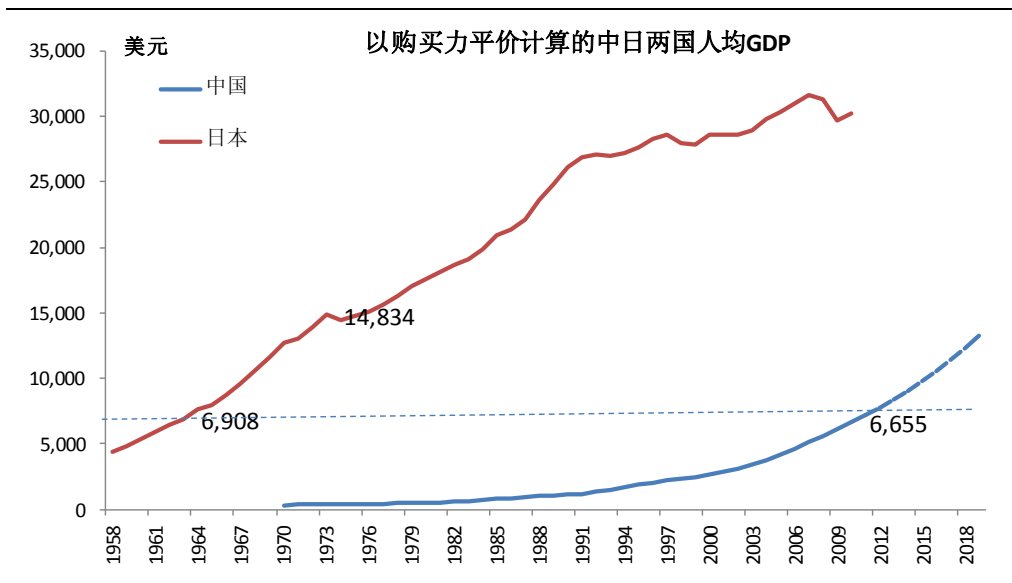
中国当前的产业结构和经济发展阶段与日本上世纪 60 年代初具有一定的可比性。从产业结构来看，2010 年中国第一、二、三产业占 GDP 的比重分别为 10%、47%、43%，与日本 1964 年的产业结构基本相同（日本 1964 年的产业结构为第一、二、三产业占 GDP 比重为 10%、48%、42%）。从以购买力平价计算的人均 GDP 来看，中国 2010 年人均 GDP 为 6655 美元，与 1963 年的日本（6908 美元）基本相同。因此，我们认为中国当前的产业结构和经济发展阶段与日本上世纪 60 年代初具有一定的可比性。

图 7 中国当前的产业结构（左图）与日本上世纪 60 年代初具有一定可比性



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

图 8 中国以购买力平价计算的人均 GDP 与日本上世纪 60 年代初类似

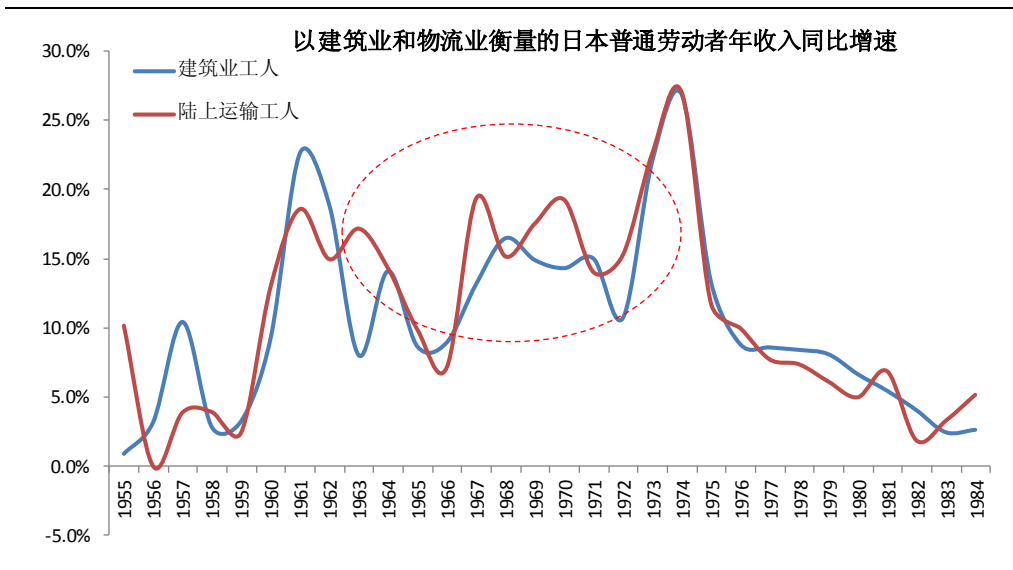


数据来源：Global Insight，安信证券研究中心

4.2.2. 1963 年到 1973 年间，日本普通劳动者报酬水平大幅提升

1963 年到 1973 年间，日本普通劳动者报酬水平大幅提升，十年间实际工资平均增长 83%。这一时期也是日本经济发展史上增长最快的十年，国民生产总值年均增长 11.6%。经济高速增长成果能够为普通劳动者所分享，与池田内阁实施的“国民收入倍增计划”密切相关，政策实施在一定程度上引导了收入在居民、政府、企业部门间的分配。但是我们认为，收入之所以能够实现再分配，其本质原因还是刘易斯拐点过后劳动力供求关系向供方倾斜，普通劳动者在收入分配中溢价能力增强。因此，只要中国经济未来仍能维持相对高速的增长，我们对收入再分配向居民部门倾斜、普通老百姓收入增长持强烈乐观态度。

图 9 1963 年到 1973 年间，日本普通劳动者报酬年均增幅为 15%



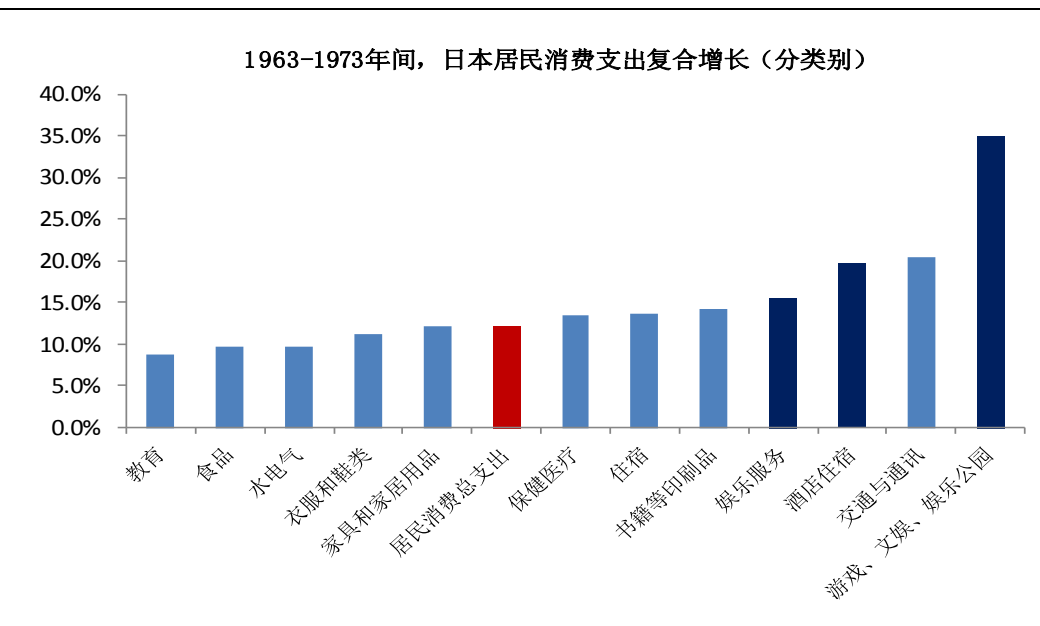
数据来源：日本统计局，安信证券研究中心

4.2.3. 居民消费出现显著升级，享乐型可选消费增速远超平均

收入增长必然带来消费升级，但收入增长的不同阶段对不同类型消费的拉动存在很大差异。在居民从低收入向中等收入过渡过程中，收入增长对必需品和低端可选消费品的拉动力最强；而在居民收入从中等收入向高收入过渡过程中，收入增长对必需品和低端可选消费品的拉动力减弱（即边际效用递减），而对中高端可选消费的拉动力增强。

1963 年到 1973 年，日本居民从中等收入向高收入过渡的十年间，居民消费支出中游戏、娱乐公园、酒店住宿等与旅游消费相关的子行业年均复合增长显著高于同期居民消费总支出增长，居民部门消费升级特征显著。

图 10 1963-1973 年间，日本居民分类别消费支出年均复合增长



数据来源：日本统计局，安信证券研究中心

4.3. 中国特定国情意味着旅游行业高增长的周期和幅度都将超出预期

中国人口基数大，拥有 13 亿人口和超过 4 亿个家庭，这意味着某项消费和服务一旦在中国进入大众消费阶段，行业增长的空间和速度都将是异常惊人的，这在家电、汽车、通信、影视等领域得到了充分验证。中国旅游行业刚刚迈入大众消费阶段，行业高增长有望持续超出行业参与者以及资本市场的预期。而收入分配严重不均意味着在经济发展的不同阶段，有着不同的人群实现消费升级，这将显著延长行业增长周期。

预计未来三年行业复合增长在 20% 左右。根据国际旅游和旅行者理事会预测，2009 年中国居民个人旅游支出总额为 1662 亿美元，到 2019 年该数值将达到 7178 亿美元，年均复合增速为 15.8%。考虑到政策出台对行业中长期发展的推动力以及居民收入增长对旅游消费支出的影响边际上先强后弱，我们预计未来三年行业复合增长在 20% 左右。

表 2 主要国家居民个人旅游支出对比及预测

排名	国家	2009年 旅游支出 (亿美元)	排名	国家	2019年 旅游支出 (亿美元)	年均增速
1	美国	8149	1	美国	13807	5.4%
2	日本	2946	2	中国	7178	15.8%
3	德国	1764	3	日本	3549	1.9%
4	中国	1662	4	英国	3053	6.6%
5	英国	1616	5	德国	2408	3.2%
6	法国	1555	6	法国	2173	3.4%
7	意大利	1154	7	俄罗斯	1728	8.0%
8	西班牙	1128	8	西班牙	1710	4.2%
9	墨西哥	775	9	意大利	1573	3.1%
10	加拿大	730	10	墨西哥	1546	7.1%

数据来源：WTTC，安信证券研究中心

4.4. 制度改革滞后导致无法迈越“中等收入陷阱”是行业增长的潜在风险

中国过去十几年的高速增长，很大程度上依赖于劳动生产力相对低下的农业部门的大量剩余劳动力向制造业部门的转移。这种劳动力要素投入的快速增加以及技术进步共同成就了中国经济奇迹。而刘易斯拐点和人口红利拐点的越过正在对中国经济从要素驱动向生产力驱动的转型提出迫切要求。回顾历史，在生产要素驱动向生产力驱动转折的过程中，国家之间出现了分化，许多中等收入国家未能实现这一转变而陷入“中等收入陷阱”，至今成功摆脱这一陷阱，跻身高收入国家的也仅有日本和东亚四小龙。

虽然我们上文提及了日本在 1963~1973 年间居民收入快速增长带来的消费升级，但日本当年的经济结构、人口结构、政治经济体制均和当前的中国有非常大的差异。特别值得注意的是，日本、韩国在上世纪 70 年代、90 年代跻身发达国家行列时，国家仍在享受人口红利带来的好处，这在一定程度上延缓了资本报酬的递减速度，为经济向消费转型争取了时间。但是对于中国而言，这样的机会显然并不存在了，中国经济转型和制度改革迫在眉睫。

5. 寻找行业高增长受益者

5.1. 大众出游推动中国旅游业迈入新一轮上升周期

劳动力供求关系变化带来的收入再分配对于中国旅游业现阶段的影响在于，低收入阶层旅游消费在过去两年间悄然启动，由于低收入阶层占人口比重绝大多数，且消费倾向显著高于中高收入阶层，该阶层旅游消费启动对于中国旅游业增长极为深远，并正在成为推动中国旅游业新一轮上升周期的主要驱动力。

旅游普及和升级是中国旅游业发展的两大趋势。中国旅游业迈入大众消费时代意味着低收入阶层、普通老百姓的出游率将出现显著提升，旅游普及仍将是未来几年中国旅游业增长的主要动力来源。另一方面，随着居民收入进一步增长，新兴中产阶级数量增加，其对旅游体验的诉求由过去简单的观光游转向休闲度假游、由一日游转向体验更加丰富的过夜游，消费升级将是贯穿中国旅游业发展的重要趋势。

中国旅游群体分类和消费特征分析。中国居民旅游消费始于以探亲访友为目的的出行。随着收入提升，消费者开始尝试前往居住地附近游玩，进而扩展到更远的地方，接着是去香港、澳门和其他亚洲国家度假，最终是到西方国家旅游。目前，中国大多数消费者仍处于这一变化过程的初期阶段。根据波士顿咨询 2010 年 7 月针对 4000 多名中国旅游消费者调研后所做的“旅游群体分类和消费特征分析”，中国旅游消费群体可以分为三类，分别是缺乏经验的游客、经验丰富的大众市场游客、经验丰富的富裕游客，不同群体的消费行为存在较大差异。调研结果显示，中国旅游消费群体中缺乏经验的游客占比非常庞大，占国内过夜旅游者数量的 70%。

图 11 中国旅游群体分类和消费特征分析

	缺乏经验的游客	经验丰富的大众市场游客	经验丰富的富裕游客
态度和愿景	- 旅游是为了观光，多多益善 - 环游世界是一生的梦想	- 旅游是为了探索居住地之外的城市 - 把旅游作为地位象征和特别奖励	- 旅游是为了放松、释放压力 - 更喜欢重游提供放松活动和缓慢节奏的地方
旅游活动	- 跟团前往必去景点 - 历史名胜和博物馆	观光和放松娱乐	娱乐、购物和豪华居住环境，而不是行程紧张的观光游
旅游规划	- 旅游社的团队和预订帮助 - 口碑、电视广告、网络	- 更少团队旅游，更多独立计划旅游 - 网上搜索和预订	- 网络是旅游规划的主要渠道 - 高档主题团队出境游

数据来源：BCG2010 年 7 月中国消费者旅游调查、安信证券研究中心

注：调研报告中，缺乏旅游经验的游客是指旅游经验少于三年并在过去一年间旅游次数少于三次的游客。经验丰富的大众市场游客和富裕游客是指过去一年间旅游次数超过三次的游客。

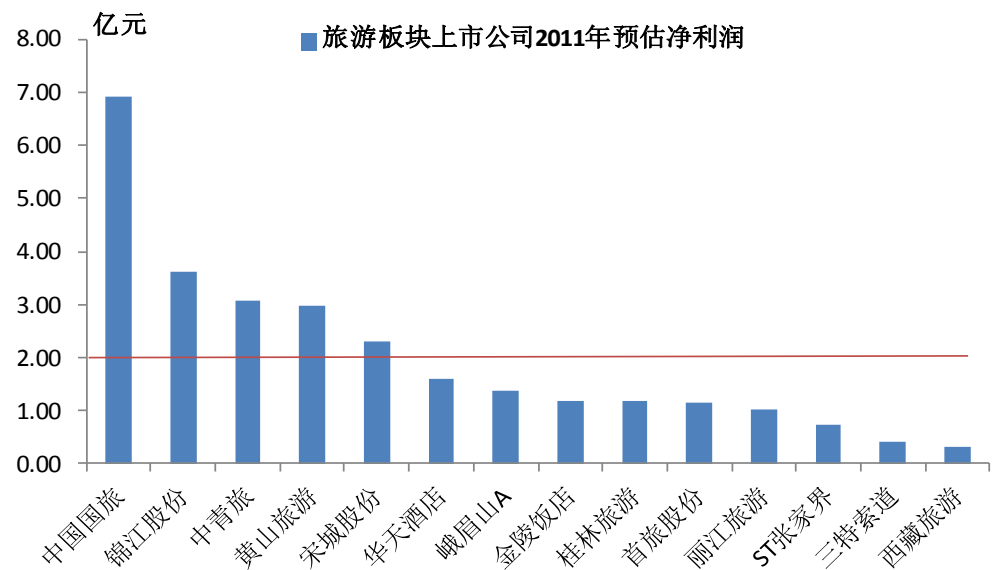
知名景点、大众演艺是旅游大众化时代的受益者。旅游消费在大众中普及，使得先排除回家探亲外，鲜有出行的普通劳动者群体开始走出家门。为了物超所值，这些缺乏经验的游客更喜欢参加旅行团，因为其可以提供一整套观光活动行程。他们希望参观所有必看景点，包括名山秀水、历史遗迹，能够提供此类产品的知名景区将从中受益，这类景区的代表有峨眉山、黄山、张家界等。此外，那些能够反映出当地文化遗风的景点对旅游者极具吸引力，这类景区的代表有宋城及其演艺节目《宋城千古情》。另一方面，随着国内消费者旅游经验不断丰富，消费升级催生出对于休闲度假的需求，那些能够提供优质休闲度假产品的公司有望获得极大发展，这类景点的代表有乌镇西

栅。知名景点、大众演艺是旅游大众化时代的受益者

5.2. 具备外延式扩张的公司市值存在极大上升空间

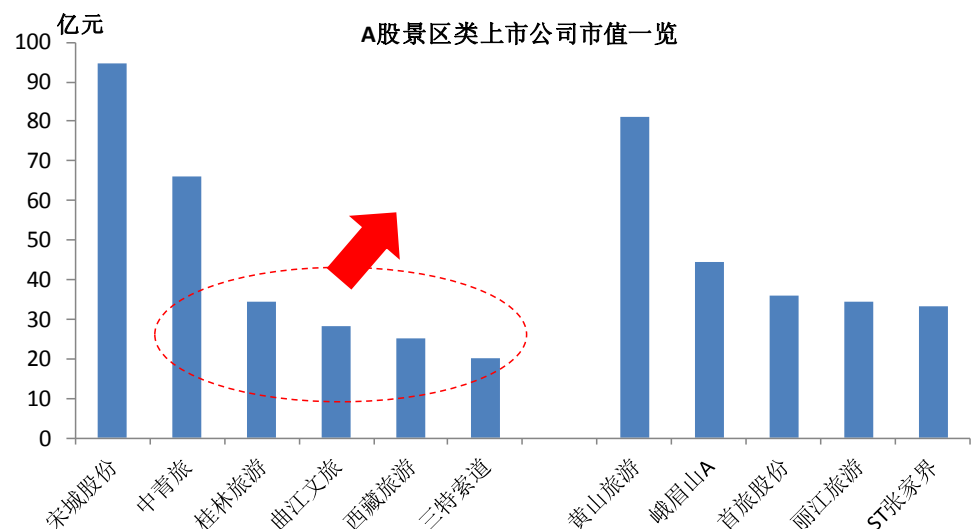
巨大的行业空间预示着具备外延式扩张的企业存在极大的发展空间。中国旅游业发展空间巨大,但从现有上市公司的情况来看,无论是盈利规模还是市值规模都非常小(见图),其根本原因在于景区开发需要依托所在地的自然和人文资源,传统景区类上市公司(如黄山、峨眉山)自我定位为单一景区运营,而那些具备外延式扩张的公司(如三特索道、中青旅、西藏旅游等)目前尚处投入期。我们认为,拥有外延式扩张经验和优秀团队的公司未来盈利和市值都存在非常大的上升空间。

图 12 A 股旅游板块上市公司中 2011 年净利润超过两个亿的仅有五家



数据来源: WIND、安信证券研究中心

图 13 拥有资源和外延扩张潜力的公司市值存在极大上升空间



数据来源: WIND、安信证券研究中心

5.3.新时期下的旅游股投资：寻找“银蛋”和“金蛋”

A股旅游板块拥有“精壮的基本面和强劲的价格”，高估值环境下的旅游股投资必须“把握节奏、坚定信念”。对于拥有阶段成长性的公司，要敢于在估值波动区间的低点买入，享受市场情绪波动带给投资人的红包——“银蛋”；对于拥有可持续成长性的公司，要敢于买入后坚定持有，享受公司市值由小变大，带给投资人的大红包——“金蛋”。

5.3.1. 阶段性成长和可持续成长

中国旅游业迈入大众消费时代，行业增长空间广阔。需求的强劲增长将在未来很长一段时期内利好旅游板块上市公司，那些能够把握消费者需求并提供相关产品和服务的公司有望获得长足发展。这其中，有些公司通过外延式扩张突破地域限制，获得持续增长的动力，充分享受行业高增长带来的红利；有些公司则立足于原有单一景区的精耕细作，通过客流增长和人均消费提升，获得阶段性成长。

图 14 按成长性划分的 A 股旅游板块上市公司

类别	特征描述	上市公司
阶段性增长	定位于单一景区运营，市值存在上升瓶颈。可以通过客流量增长、提价、新增经营性设施实现阶段性成长。	峨眉山、黄山旅游、st张家界、丽江旅游、首旅股份
可持续增长	具备资源获取能力，可以外延式扩张突破地域限制限制多点布局。这些企业能够充分受益行业增长，市值存在极大上升空间。	三特索道、西藏旅游、st长信（曲江文旅）、中青旅、宋城股份、桂林旅游

数据来源：安信证券研究中心

在拥有可持续增长特征的 A 股旅游类上市公司中，我们相对看好资源获取能力强、拥有民营机制的公司，如三特索道、宋城股份、西藏旅游以及治理结构完善的国有企业中青旅。我们认为，从中长期看来，上述公司的市值仍存在较大的上升空间。而在拥有阶段性增长特征的公司中，我们相对看好提价能力强、区域交通环境改善显著的峨眉山、张家界、丽江旅游。

5.3.2. 明年一季度板块估值有望出现大幅反弹

我们强烈看好明年旅游板块明年上半年市场表现，并认为一季度是旅游板块估值反弹的重要时间节点。判断的依据如下：（1）**流动性见底回升对旅游板块估值构成支撑**。随着宏观经济减速、通胀下行，实体经济对于流动性的需求将出现下降。与此同时，明年年初货币政策调整、信贷投放将有助于缓解市场当前紧张的流动性状况。旅游板块相关个股市值小，对流动性改善更为敏感。流动性好转将对旅游板块估值构成强有力的支撑。（2）**产业政策有望于一季度出台，成为旅游板块估值反弹的催化剂**。产业政策是旅游板块短期估值提升的重要催化剂。我们预计《国民休闲纲要》、桂林旅游综合改革试验区和云南桥头堡规划的细则都有望在明年陆续出台。政策出台预期构成旅游板块短期估值反弹的催化剂。（3）**概率统计支持一季度获得超额收益的推断**。历史统计表明，旅游板块的市场表现具有明显的季节性特征。2002 年-2010 年间，旅游板块一季度获得正向超额收益的概率高达 78%，对应春节黄金周行情。

估值反弹行情中，我们建议投资者重点关注估值弹性大的景区类公司。推荐具有外延式扩张预期的中青旅、西藏旅游；推荐具有提价预期的峨眉山、st 张家界、丽江旅游；推荐可能存在事件性冲击的桂林旅游、st 长信。其次，位于产业链优势地位的子行业龙头值得长期关注，推荐锦江股份、湘鄂情、中国国旅、宋城股份。

中青旅 (600138): 业务多元化导致中青旅过去几年间 PE 估值较旅游板块存在显著折价。随着公司类乌镇模式对外复制第一单——北京密云县古北水镇项目 2012 年投入运营，景区属性增强有望提升公司估值。预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.83 元、0.95 元、0.99 元，剔除房地产后 EPS 分别为 0.58 元、0.7 元、0.86 元，当前股价对应动态市盈率为 28x、23x、18x (剔除房地产之后)。由于公司业务多元化、古北水镇尚处建设期，PE 估值法无法反映公司内在价值。我们选取分业务估值法对公司价值进行评估，得到每股价值 18.5 元。当前股价未能充分反映景区业务成长性及对外复制能力，给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 18.5 元。

中国国旅 (601888): 随着商品供应和上架频次改善，三亚店营收增长有望持续超出市场预期，当前股价对应 2012、2013 年动态市盈率 25x、20x。免税购物政策调整、新开离岛免税店铺均可能成为公司股价表现催化剂，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 35 元。

西藏旅游 (600749) 作为西藏旅游业龙头，公司拥有西藏东西旅游环线最核心的目的地景区资源——雅鲁藏布大峡谷、巴松错、阿里神山圣湖风景区。其中，雅鲁藏布大峡谷景区自 2008 年 7 月正式运营以来，一直保持着良好的增长态势，过去两年间游客人数增长 30% 以上。阿里神山圣湖风景区为公司今年公开增发募集资金项目，有望于 2012 年投入运营。中长期来看，公司有望成为西藏旅游资源的整合平台。当前股价未能反映公司资源获取能力以及阿里景区成长性，给予“买入-B”投资评级，6 个月目标价 17 元。

桂林旅游 (000978): 随着区域旅游市场复苏、交通环境改善，桂林旅游下属各景点的游客增长和经营业绩有望持续超预期。而《桂林国家旅游综合改革试验区总体方案及规划纲要》有望在近期获批，公司作为桂林旅游市场的排头兵将全面参与桂林国家级旅游综改试验区建设，新业务拓展有助提升公司潜在价值并构成股价表现催化剂。我们对于《总体方案及规划纲要》获批持积极乐观态度，给予公司“买入-B”的投资评级，6 个月目标价 12 元。

湘鄂情 (002306): 随着明年开店速度放缓、新开门店度过培育期开始贡献利润，公司进入盈利释放期。而公司今年以来着力培育的大众餐饮业态“湘鄂情·源”初步取得成功，明年扩张加速，有望成为公司新的增长点。预计 2012 年、2013 年 EPS 0.75 元、0.95 元，当前股价对应动态市盈率 20x、16x，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 22 元。需要注意的是，公司多次表示希望通过并购实现跨越式增长，我们并不排除并购可能性。如果并购落地，可能对股价有一定的催化作用。

锦江股份 (600754): 经济型酒店行业将充分受益于旅游大众化趋势，行业增长空间广阔。锦江股份下属的锦江之星作为中国经济型酒店业的开拓者，未来三年预计每年新增门店 100~120 间，收入年均复合增长 25%，净利润年均复合增长 30%~35%。当前市值扣除餐饮业务、低星级酒店和可供出售金融资产外，锦江之星估值 65 亿元，相当于锦江之星 2012 年预估净利润的 22 倍。当前股价未能充分反映锦江之星成长性，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 25 元。

分析师简介

赵志成，首席行业分析师。毕业于南开大学，经济学硕士。7 年证券研究经历。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

赵志成声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034